

中国における非流通株改革に関する一考察¹ —中国株式市場の分断と統合—

客員研究員

金 岡 克 文

Non-tradable Share Reform in China

—The Fragmentation and Integration of China's Equity Market—

KANAOKA Katsufumi

Abstract

The Chinese government began to allow the establishment of stock exchanges in 1990, after which Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange expanded rapidly in a few years; currently, they are growing as well. China's equity market movement, however, did not correspond with its economic growth due to the stock market speculativeness. It is likely that China's stock market speculativeness was caused by nontradable shares. Indeed, the China Securities Regulatory Commission (CSRC) insists on the necessity of a stock market reform, especially non-tradable share reform. By the end of 2004, the total shares of listed Chinese companies were 714.9 billion, of which 454.3 billion shares, or 64% of the total, were non-tradable. Of the non-tradable shares, 74% were state-owned. The non-tradable shares reforms of 1999 and 2001 had failed. The 2005 reform succeeded in converting non-tradable shares into tradable share. However, many of the formerly non-tradable shares were state-owned until they were sold in the market. As China's stock market prices plunged in 2008, it became more difficult to sell these state-owned, formerly non-tradable shares. The stock market structural reform is yet to be completed.

Key word

China's Equity Market, China Stock Market, Non-tradable Share Reform, China Capital Markets

はじめに

1970年代末の改革開放路線への転換により中国経済は急速な発展をみせ、それ以降の中国GDPは前年比ではほぼ10%前後の高い成長率を維持し続けている。このような高い成長率を背景にして、株式市場は急激にその規模を拡大しており、中国資本市場の中心としてその重要性を高めてきた。

中国における株式会社の起源は、1970年代後半

の持分制郷鎮企業に求められる。1980年代に入り、経済開放政策が郷鎮企業（中小企業）レベルから大企業へと進むことにより、株式会社制度は拡大していった。1990年12月19日に上海証券取引所が営業を開始し、翌1991年7月3日には深圳証券取引所も正式に営業を開始した。当初、上海証券取引所の上場企業は8社、深圳証券取引所は5社にすぎなかった。しかし、社会主義市場経済の進展とそこにおける株式会社制度と証券市場の導

入に関して積極的な意義を述べた鄧小平の1992年の「南巡講話」を契機として、中国株式市場の規模拡大は急速に進んでいった。

こうして中国株式市場は著しい成長を遂げていった。しかし、そこには先進国における株式市場とは大きく異なる点が多い。中でも重要な問題をはらんでいるのが、株式市場の分断性である。すなわち、中国の株式市場はその発展の過程において機能や目的等によって、国内投資家のためのA株市場と海外投資家のためのB株市場に、また香港市場と上海・深圳市場のように分断されてきた。そして更なる経済発展、そのための市場の国際化を進めるにあたっては、それらの分断性を止揚し、統合された効率的な市場の形成が必要とされている。

このような分断性の問題の中で、最も深刻な影響を株式市場に与えているのが、非流通株の存在による市場の分断である。非流通株とは、取引所での売買が制限された株式のことである。中国の証券市場の監督官庁である中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は、2007年に発行された『中国資本市場発展報告』において、株式市場に関連する最も重要な改革として非流通株改革を、上場企業の全面的な質的向上、証券会社の総合的管理、発行制度改革等とともにとりあげている²。

これまで、非流通株改革に関しては、株価変動に与える影響に関しての実務上の必要性や、後述するように非流通株の多くが国有株で構成されることからコーポレート・ガバナンス等に関連して中国企業改革の側面から研究がなされてきた。しかしながら、本稿は中国株式市場における非流通株問題は、まず何より株式市場構造にかかわる問題であるという視点に立ち、その改革は投機的とされる中国株式市場の変革につながると考える。そこで以下、それらの研究を参考にしつつ、市場構造改革としての非流通株改革という側面に重点をおいて中国の非流通株改革を検討していく。

具体的には、最初に第1節で中国における非流通株問題の成立について概観する。次に第2節では、中国株式市場の抱える投機性の問題に光を当

て、それを念頭におきつつ非流通株改革の必要性について明らかにする。そして、第3節では第一次非流通株改革として1999年と2001年の国有株放出による非流通株改革の経緯について説明し、第4節では2005年に始まる非流通株改革、つまり「股權分置改革」と呼ばれる現在進行している改革を第二次非流通株改革として、その過程と内容を取り上げる。第5節では、この「股權分置改革」の成果と問題点について、それぞれ論じていく。最後に第6節では、これらの論究を踏まえつつ、非流通株改革の本質を明らかにし、中国株式市場における投機性について検討を加える。

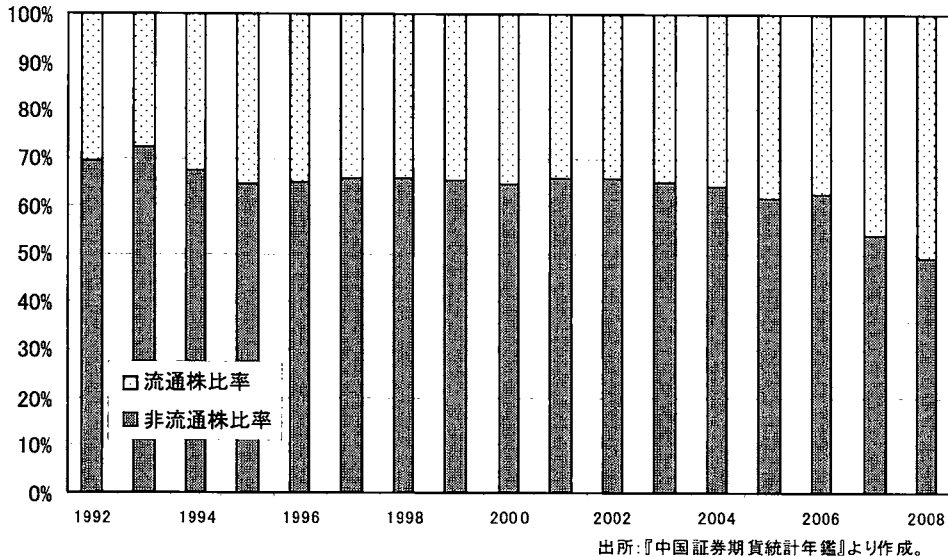
1. 非流通株の成立

市場で一般的に取引される流通株に対して、非流通株はその保有者によって国有株、法人株、従業員株に分けることができる。非流通株のうち国有株は、国家が行政機関や持ち株会社を介して直接に保有する国家株と、国有企業（法人）が保有する株を合わせたものである³。法人株とは、事業法人などの法人格を持つ団体が、企業に出資して取得した株式であり、従業員株は企業が従業員向けに公開前に発行した株（1993年に発行禁止）と公開時に10%を上限に従業員に発行された株（1998年に発行禁止）で構成される⁴。これらの内で非流通株の大部分を占めるのは国有株である。

前述のように、中国の株式会社の歴史は中小の民営企業より始まったが、1980年代後半に入るとそれは都市部の国有企業にまで及ぶ。そして、1987年の中国共産党第13回大会において公有制に関して多様性が認められたことが、更なる株式会社制拡大の契機となった。国有企業が株式会社へと改組する場合、株式会社化がそのまま民営化を意味するわけではない。その株式のほとんどは国家の関連部局や地方政府、他の国有企業（親会社や関連企業等）の保有となる。

株式会社への改組後、個人所有部分の株式の売却は認められたが、国家が直接・間接的に所有する部分は、その社会体制（公有制）に与える影響

図1 中国株式市場における流通・非流通株式数比率（1992年～2008年）



から自由な売却は認められなかった。転売が不可能であることは、株式の流動性を低下させ、資金調達手法としても様々な問題を生じさせるものであったが、一方で株式会社制の拡大はさらに歩みを速めていった。1980年代末から1990年代において国有企業の経営赤字増大が大きな問題となったことにより、大規模な国有企業の株式会社化が進んだのである。1980年代における急激な工業化を支える資金を銀行借入れに依存した国有企業は、その資金状態を急速に悪化させた。株式会社化は、それから脱却するための重要な方策のひとつであった⁵。企業体における好業績部門を分社化して、資金調達を可能としたのである。資金調達がそのまま企業経営の負担となるデット・ファイナンスに依存した構造から、エクイティ・ファイナンスへの転換は、赤字に苦しむ国有企業にとって必然的な選択であった。

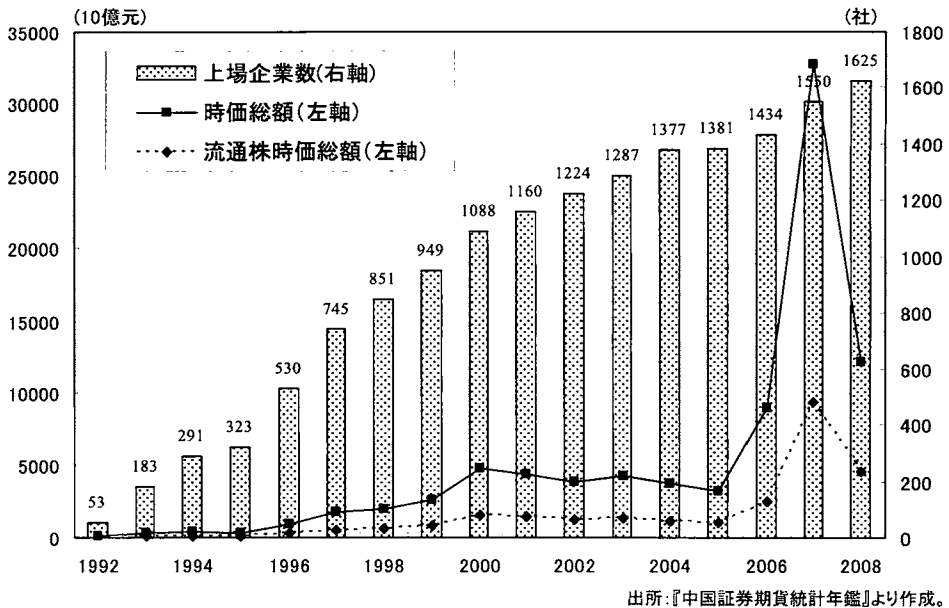
そして、このような状況を招いた国有企業経営変革にも、株式会社制は有用であると考えられた。増大する経営赤字を、株式発行による資金調達で一時的に埋めても、国有企業の赤字体質が変わらなければ意味がない。それゆえコーポレート・ガバナンスの改善も国有企業改革において重視されたのである。単なる上からの改革では限界

があることは改革開放以来の状況をみれば明らかであり、株主・市場からの評価によってコーポレート・ガバナンスを改善することが期待された。

1990年に株式市場が創設されたことも、株式会社化を更に推進した。国有企業から株式会社への改組を行った企業、または前述のように国有企業グループの部門が分社化されて上場する場合、既存の株式を売却するのではなく、新規の株式を募集し投資家に売り出した。これにより既存の国有株は非流通株として温存され、新規募集した株式は流通株に加わることになる。こうして取引所創設後も国有株は温存され、非流通株問題は中国株式市場の中に組み込まれていくのである。

株式市場の創設によって、一方で株式会社制度の整備が進んでいった。これにより非流通株に関する法規も整えられていった⁶。しかし、その中に明確に非流通株を規定する、つまり市場取引を禁止する明確な法的根拠はなかった⁷。売却を禁止された株の存在は、あくまで自由な株式市場での取引の背後に存在するものだった。経済発展を支えるだけの株式市場の規模拡大を維持しつつ、非流通株の存在によって一応公有制は維持されたのである。

図2 中国株式市場における上場会社数及び時価総額（1992年～2008年）



このように非流通株の存在は急激に拡大する中国株式市場において、解決されないままの状態に置かれた⁸。中国株式市場（上海・深圳）における上場企業の発行株式に占める非流通株の比率は、1992年で約69%であった。翌1993年にはいくらか上昇するものの、それ以降は1990年代を通じて2000年代初に至るまではほぼ65%程度で推移した（図1参照）。つまり、中国株式市場において実際に市場で取引される株は半分に満たず、株価は流通する株式取引だけで形成されたのである。このことは中国株式市場を底の浅い市場とし、結果的にその投機性を醸成する重要な要素になったと考えられるのである。

以上のように、中国経済の発展とともに非流通株は形成されたのである。しかしながら、非流通株が大半を占める状況は、中国株式市場において問題を生じさせずにはいなかった。次節ではまず中国株式市場のもつ投機性の問題をその発展を再検討することから明らかにし、それを基礎に非流通株によって生じる問題を明らかにする。

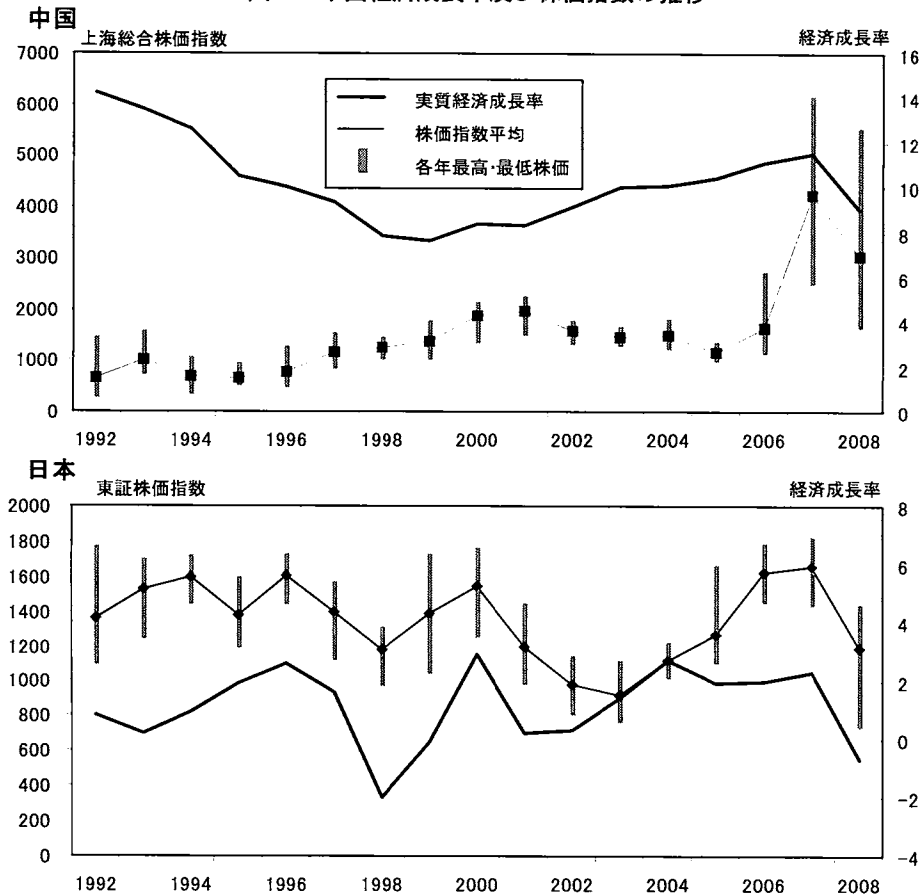
2. 非流通株の問題点

2-1) 中国株式市場発展の再検討

改革開放政策への転換後、前述のように地方中小企業から始まった市場経済化の流れは、公有制の多様化によって株式会社制度の導入をもたらし、中国株式市場の創設へと至った。創設後急速に拡大してきた中国株式市場であるが、その展開の背後には、これまで見てきたような非流通株式の存在があったのである。このことを念頭において、ここでは中国株式市場がどのように発展してきたかを概観しつつ、その性質について検討する。

中国株式市場の歴史は、前述のように1990年の上海市場と翌年の深圳市場の創設に始まり、1990年代を通じて急速に上場企業数を増やしていく。1992年末に53社であった上場企業数は、翌年末には3倍に増加している（以下、図2参照）。しかしながら、あまりに急速な市場の拡大と政府当局による過大な新株発行枠の拡大（1993年は195億元、同年末の時価総額は約3,542億元で内流通株は約862億元）によって株価は低迷し、1994年に

図3 中国経済成長率及び株価指数の推移



出所:『中国期貨統計年鑑』, IMF資料, 東証月報より作成。

は上場企業数も時価総額も停滞するが、それ以降再び拡大を始める。

2000年代に入ると、2001年の国有株の放出（後述）を契機として、株式市場は低迷する。上場企業数も増加は続けるものの、急激な増加はなくなっている。1995年末から2000年末までの5年で323社から1088社と600社以上増加していたのに対し、2000年末からの2005年末までの5年間では、その半分も増加していない。時価総額も伸びておらず、市場は完全に低迷期にあった。しかし、2005年の流通株改革をきっかけとして株価は上昇をはじめ、2007年までに急激な拡大をみせる。ところが、その後に株価は再び低迷し、追い打ちをかけるような世界金融危機の発生が中国株式市場を直撃したことは周知の通りである。

当然ながら、このような市場の動向には様々な要因が影響しているわけであるが、その基礎になっているのはファンダメンタルズ、つまり企業の経済活動であり、それは国家の経済成長とも連動するものである。図3は、上海総合株価指数の年平均（年足）と中国GDPの成長率、日本の東証株価指数の年平均（年足）と日本のGDPの成長率を示したものである。

日本の東証株価指数の動きと成長率はほぼ年単位の大きな流れとして一致していることが図から見て取れる。それに対して中国の場合は、株式市場の動きとGDPの成長率が一致するどころか、局面によっては逆の動きすらしている。もちろん市場創設時は、成長率があまり高くなくとも株価自体が上昇する局面は存在する。それゆえ、1990

年代までの動きはある程度説明がつくであろう。しかしながら、2000年代において成長率が上昇しているにも関わらず、株価が低迷するなど、株価が経済情勢とは乖離していることが分かる。これは実体経済とは異なる動きであり、この変動の仕方こそが中国株式市場の投機性を示していると考えられる⁹⁾。

中国市場において個人株主が占める割合が高く投機性が高いことは、これまでも問題点として指摘されている。そして投機性の高い市場構造を作りだしている重要な要因の一つは、非流通株の存在であると考えられる。非流通株が多量に存在すれば、実際に取引される株は上場株の一部でしかないのであるから、品薄となって投機的取引を誘発することとなる。中国株式市場の創設以来、多くの投機的取引によって事件が引き起こされている。当局はこれまで監視体制の強化などによってこれに対処してきたが、この解決には株価形成の適正化を実現することが不可欠である。そして上述のように、そのために避けて通ることのできない最も重要な改革が非流通株改革である。

非流通株改革は、中国株式市場が更なる発展を遂げるために不可欠な改革である。これが解消されなければ、名目上の株式市場の時価総額が世界トップクラスの規模になったところで、実質的にはそれに見合うだけの取引が行われず、底の浅い市場のままである。そうであれば、安定的な長期資金調達場としての機能を果たし得ず、長期的には経済成長を阻害する要因ともなりかねない。そして、このような根本的な問題に加えて、他にも非流通株改革が必要とされる事由が存在する。次にそれを明らかにしていく。

2-2) 非流通株改革の必要性

前述のように、中国の非流通株の大部分は国有株によって占められている。先進国においても国家保有の株式は一般的に存在する。国有企業の民営化によるものや、株式市場の安定化のための買い上げ措置などによって国家またはその関連機関が一般企業の株式を保有する。しかしながら、中

国における国有株が他の先進国と大きく異なるのは、①それが民営化過程や株価安定化のための一時的な措置ではなく固定化されていること、②国有株に自由な市場取引が認められていないこと、そして何より③この国有株を主とする非流通株が市場のかかなりの部分を占めていることにある。実際、2005年における改革以前、2004年末における中国上場企業株式の内64%が非流通株であり、さらにその非流通株の74%が国家株であった。

中国における非流通株の存在は、前述のような市場としての底の浅さは当然として、他にも株式市場に大きな影響を与えざるを得なかった。そのことによる問題は、大きくは以下の3つに分けることができる。それは、①株価形成（市場の健全性）問題、②企業経営に関する問題、③外部的問題（社会保障費の確保など）である。

まず①株価形成の問題についてみていく。前述のように、流通株と非流通株の違いは基本的に市場で売却可能かどうかという点にあって、議決権や配当に関しては差がない。ところが非流通株は、前述のような国有企業の上場時においては、当該企業の1株あたりの純資産から計算されることとなる。非流通株は低いコストで取得されることとなる。そのような非流通株の存在は、適正な株価形成を困難にする。取得コストの低い非流通株主と取得コストが高い流通株主では、同じ額の配当であっても利回りは大きく異なる。中国市場においては個人株主が流通株主の大半を占めている。流通株主の多くは配当よりキャピタルゲインを求めて投機的な売買を行うことを選択するであろう。

また、非流通株改革の問題自体が、適正な株価形成に影響を与えることも予想される。大量の非流通株の市場での売却が可能となれば、当然ながら株価は大きく低下することとなる。非流通株が存在する限り、非流通株が一気に売却可能となって市場に放出され株価が下落することへの恐れ、それ自体が市場に対する価格の押し下げ圧力として残留する。これは後述するように、実際に国有株の放出において発生し、その後数年間株価を低

迷させることとなる。非流通株の存在は、一見問題なく発展しているようにみえる中国株式市場の価格形成システムに、いつでもそれをくつがえす不確定要素となっているのである。このことは、中国株式市場が発展する上での、構造的桎梏となるものである。

次に②企業経営に関する問題であるが、国有企业改革の部分でも述べたようにコーポレート・ガバナンスの改善は、株式会社制導入自体においても重要な問題であった。そして当局が非流通株改革を推進する重要な理由もまた、非効率な経営を行う国有企业の経営改革が目的の一つであったはずの民営化が、結局は不良資産の処理に役だったものの国有企业経営の抜本的な改革にはならなかったことにある。1997年には元国有企业の経営改善が進まない要因として株式会社の改善しないコーポレート・ガバナンスの問題が指摘された¹⁰。非流通株の存在は、本来企業経営を監視すべき株主の存在を弱体化し、非効率な経営を容認していると考えられたからである。

しかし、コーポレート・ガバナンスの問題には、上場基準、上場廃止制度や取締役会制度のあり方など、いくつもの要因が存在する。これらの要因の改善があってはじめて非流通株改革もコーポレート・ガバナンスの改善に結びついていくと考えられる。そして、そもそも非流通株改革もそれが支配的な株主の所有構造を変革しなければ、適正な市場取引の障害となり、結果としてコーポレート・ガバナンスの改善を阻害する。①と②の問題は、中国株式市場の構造的の問題に原因があるという点では共通する。

これに対して③市場外部的問題であるが、これは市場の改善の問題とは全く関係しない。これは株式の保有者である国家当局における資金問題に関するものだからである。国家当局は、社会資本整備に関する多くの部面において資金不足に陥っている。特に社会保障に関しては、従来は各国有企业が社会保障の重要な部分を担っていたことから、その赤字増大の理由の一つとなっていた。国有企业の財務状態を改善するためには、その社会

保障関連の負担を減らす必要があった。それは結果的に国家社会保障制度の創設を意味するが、中央政府にも地方政府にも医療・年金を支えるための財源はなかった。この財源として非流通株の売却益が期待されたのである¹¹。

非流通株の取得価格は、株式会社化・市場への上場にあたって当該企業の純資産に対する持ち分権から計算されるものであって、当然ながらその他の要件（技術力や成長性など）が入る市場評価（価格）より低くなる。それゆえに非流通株式を売却する際に、その保有者にはプレミアムが手に入る。これを社会保障基金に充当しようと考えられたのであり、そのためには非流通株を売却できるように制度改革が必要とされたわけである。

以上のように、非流通株改革は株式市場の価格形成のみならず、コーポレート・ガバナンスの改善、さらには社会保障費の問題にまで関連する。では実際にどのように株改革は進んでいったのだろうか。ここでは、1999年と2001年の国有株放出を第一次非流通株改革、2005年の「股権分置改革」を第二次非流通株改革とし、まず前者から論じていく。

3. 第一次非流通株改革

これまで見てきたような問題点は、株式市場が創設された1990年代より想定されており、非流通株改革の必要性は認識されていた。とはいえ、市場の拡大が急務であり、法的枠組み及び基本的な市場の監督体制が確立されていない状態では、株式市場の構造に関わる改革に着手することは困難であった。本格的な非流通株改革は、1999年の試験的な国家株売却にはじまり、それに基づいて行われた2001年の国有株の売却の実施と失敗を経て、2005年の「股権分置改革」に至る。前述のようにここでは1999年と2001年の国有株放出について論じていく。

まず1999年の売却実験であるが、これは同年に開催された中国共産党第15回4中全会における国有株売却の方針に沿ったものであった。証監会

は、同年12月2日に上場会社10社の流通株主に対する割当方式での国有株売却を発表した。当年中にその内2社の実験的な売却を行い、翌年に残りの8社を売却する計画であった。最初の2社の実施後急激に両者の株価が急落したことから、8社の売却を中止した。これはとても成功したとは言えない結果であったが、非流通株改革を進めることを急務と考えていた当局は、大きな間隔を置くこともなく、失敗した実験から1年も立たない内に更なる国有株の放出に再び踏み出した。

2001年の国有株放出は、2001年6月12日の「国家株売却による社会保障基金調達の管理に関する暫定弁法」に基づき、社会保障基金充実を目的として行われた。この暫定弁法では、国有株を擁する上場企業（海外市場上場を含む）が一般投資家に向けて新株発行・増資を行う場合、その調達額の10%に相当する国有株が市場で販売されるとされ、その国有株売却で得た資金は社会保障基金に充当されるとされた。また国有株を協議譲渡する場合も、その収入のうち一定割合を社会保障基金に上納するとされた。

この国有株放出の発表後、株価は値下がりどころか上昇さえみせて（2001年6月13日の上海株価指数は2,245ポイントと同年最高を記録）、大きな混乱はないようにみえた。しかしながら、この放出は徐々に流通株主の株価低下への不安をかきたて、結果として株価は低下し始めた。しかし、当局も流通株増加が株価を押し下げる要因となるから、当然ながらある程度の株価の低下は織り込み済みであった。そのために政府当局でも、非流通株改革自体を放棄するという姿勢はとらないものと、基本的に国有株放出は失敗したと考えるものとで認識のズレがあることが窺われた。このような状態は、一般投資家に株式市場において今後も国有株放出圧力が強くなるのではないかとの疑心暗鬼を生んだ。

このようなことから株価は暴落することとなり、2001年10月22日には国務院は国内市場における新規発行・増資にともなう国有株の放出を停止したが、同日の上海指数は同年最低の1515ポイン

トを記録した。翌2002年1月26日に証監会は売却再開を目指して国有株売却案を発表したが、3日後の29日の上海指数は1339.2ポイントと同年の最低を記録することとなった。結局、2002年6月23日にA株市場における国家株の放出を完全に中止することとなった。

この2回の国家株放出は、直接的に国家保有株を市場で売却することによって国有株、それが大部分を占める非流通株の比率を下げるものであり、それにより株式市場の所有構造に影響を与えることを目的としていた。つまり、これは国有経済の調整を目的とした構造改革のはずだったのである。しかしながら、その直接的改革の影響は大きく、株価の暴落によりこの改革は停止されたのである。

4. 第二次非流通株改革

4-1) 「股権分置改革」の実施

2001年以降株価が低迷する中、2005年4月29日に「上場企業の非流通株改革に関する実験計画についての問題の通達」が発表され、「股権分置改革」という名で非流通株改革が再開された。「股権分置改革」とは、非流通株主と流通株主との間にある權益の不均衡を解消するという意である。つまり、非流通株である国家株や法人株と流通株の株主の権利は不平等であり、これらの株式の価格形成は異なっている。この株主間の不平等を、非流通株に自由な売却を許可することによって是正するのが、この改革の目的であるとされた。

この改革の開始を支えたのは、皮肉なことに前述の国有株放出を契機とした長期にわたる株価の低迷であった。株価の低迷のきっかけとなった以前の非流通株改革の失敗は当局を慎重にし、非流通株改革は準備を重ねた上で進められた。さらに流通株の保有者も、株価の上昇期と異なり、国家株の放出による価格低下を破滅的なものとはとらえなくなった。2004年4月29日に「通達」が公表された後、5月8日には上海・深圳証券取引所及び中国証券登記結算会社が共同で「通達」の運用

指針を公表した。そして、三一重工株式有限公司、上海紫江企業集団株式有限公司、河北金牛能源株式有限公司、同方株式有限公司が試験実施会社の4社が第一陣となった。同年6月10日には、三一重工株式有限公司の試験的なプランが株主総会で採択され、同企業が改革を実施した最初の企業となった。

この実験的实施では、各社のプランで流通株主への株式譲渡・現金支払などの対価が提示され、また売却までの期間や売却株数などに関して話し合いが行われ、結果として4社中3社が可決され1社では否決された。この結果を受けて、同年6月19日には42社で構成される第二陣が発表され、改革の手続きが開始された。そして同年8月19日には、42社のすべてで各社の非流通株改革案が可決され、2回の実験的な「股権分置改革」の実施は成功した。これにより、改革は実験段階を終え、次の段階に進むこととなった。

2005年9月から改革は本格段階に入り、1ヶ月に100社程度のペースで新たに企業が非流通株改革を行い、このペースは翌2006年6月頃まで続いた。その後ペースは落ちたものの、2006年末までは、かなりの企業が改革を行っていった。これによって2007年末で対象企業の9割以上、時価総額の98%に相当する上場企業は改革に着手または改革をすでに終了していた。

これは以前の改革に比べると円滑かつ急速に改革が進んだといえる。最初に実験企業を選び出し、改革を行い次段階へ進むという点では、以前と同じである。それどころか、実験的放出で株価の値下がりがあったとはいえ、1年近い時間において行った前の改革より性急ですらあるのに、改革が上手く進んだのは何故であろうか。

4-2) 「股権分置改革」の内容

前述のように、この改革が開始された時点での株価の低迷が、改革の開始時点において有利に働いたであろう事はすでに指摘したとおりである。とはいえ、それだけではこれまで2回行われた非流通株式の放出によって生じたような株価の低下

を回避し、この株価の低下をもたらした非流通株改革自体への市場の不信感を払拭することは困難である。

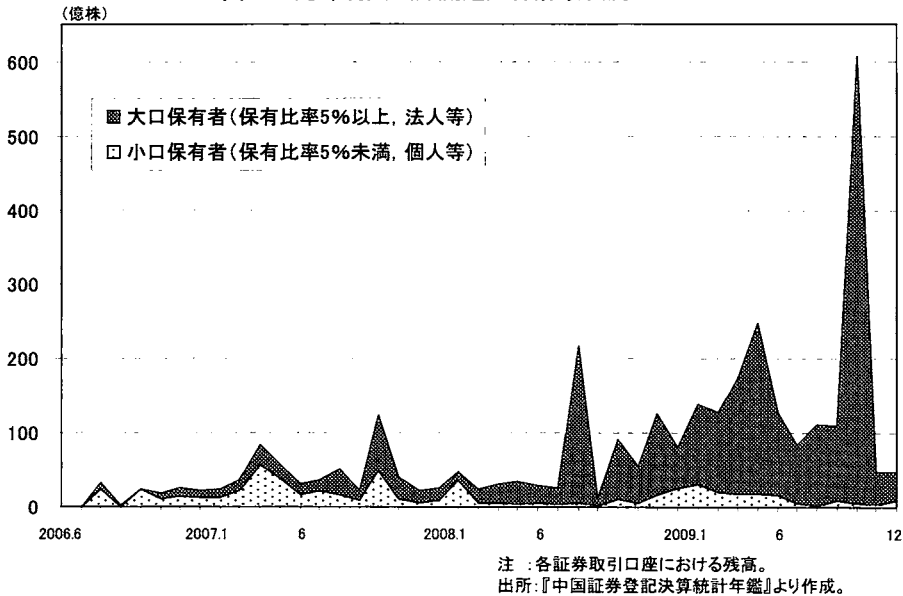
「股権分置改革」は、それ以前の改革とその内容において以下のような点で大きく異なり、それがこの改革をスムーズに進ませたと考えられる。それは、まず①制度改革である点、②株式市場におけるコンセンサスを得ながら改革を進めた点、③非流通株主に改革の利益が還元されることを保証し、なおかつその上で非流通株の流通化の決定権を与えた点、そして④非流通株式が段階的かつ個別に売却可能となっていくようにした点の以上4つであると考えられる。以下、それぞれに関して説明する。

まず制度改革である点だが、すでに述べたように「股権分置改革」という呼称が示す通りこの改革は株主の権利の平等を実現するものとされる。当然ながら、それは以前のような国有株の売却による強制的な改革ではなく、非流通株主が流通株主と同じように株式を売却できるようにする制度改革、正確に言えばそれを個別企業が実現するためのルールを設けるものであった。あくまで、非流通株を流通可能にするかどうかは個別企業において株主総会で決定されるものであり、その売却も個々の株主の決定に帰されることになった。このことは上からの改革による株価の低迷を経験した一般投資家にとっては、まず何より重要な点であったと考えられる。

第2に市場のコンセンサスの問題であるが、2001年の改革は、その内容からして社会保障基金の確保という当局側の都合によるものとなっていた。もちろん、前述のように非流通株改革において社会保障資金の確保という問題は重要ではあるが、これのみで市場関係者から改革へのコンセンサスが得られるわけではない。前述のように、2001年の改革では当初は認識不足からか、必ずしも低下しなかった株価が、その後急速に低下している。これは改革当初の市場のコンセンサスの不足を示していると考えられる。

2001年に国有株売却が禁止に追い込まれた際、

図4 売却制限（非流通）株解禁状況



2001年11月13日に証監会は国有株放出案を募集した。解決策の応募は4000以上にもなり、その内容は委員会において検討され、まとめられたものは証監会のサイトに公開された。これらの案は直接2004年の改革につながったわけではない。しかし、この案の形成過程において、市場の長期的安定につながるような非流通株改革の重要性と、それが流通株主の損失を補償しつつ市場メカニズムを害さない形で進められることの必要性が、株式市場関係者の共通認識として形成されていったと考えられる¹²。これは円滑な改革の進行のためには不可欠であった。

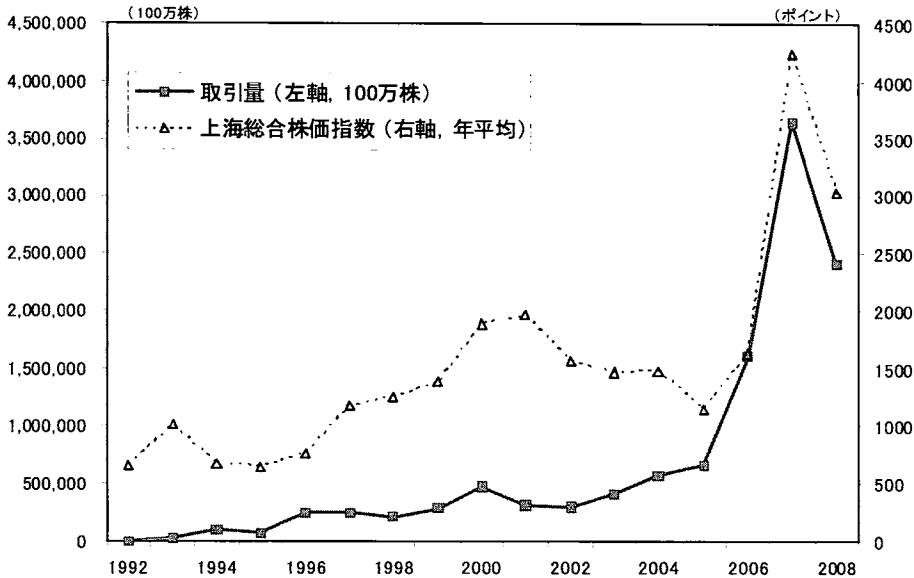
第3に、流通株主への利益の還元と決定権であるが、強制的な改革ではなく、市場のコンセンサスを得たとしても、最も重要な既存の流通株主の問題が残されている。株主の権利自体を平等にするそのような制度変更は、株式を売却できる非流通株主（主に国家機関）にとっては有利なものの、保有株が値下がりする可能性がでる流通株主にとっては受け入れられるものではない。それが強制的に行われるのであれば、市場全体では非流通株改革が必要なことであると認識されていても、結局以前の国家株売却と同じように株式市場

を冷え込ませる恐れがあった。

これを避けるためにこの改革は、流通株主の権利を十分に保証するように進められることとなった。つまり非流通株主が自らの保有株式が売却可能となることによって得られる利益の一部を、流通株主に還元するのである。非流通株主は、改革において流通株主より株式を売却する権利（流通権）を買い取ると考えるのである。そして、その方法は企業ごとに異なるが、多くの場合利益の還元方法は株の譲渡が現金によってなされている¹³。この決定には、最終的に株主総会において3分の2以上の議決を必要とし、更に出席した流通株主の3分の2以上の議決も必要とするとした。これによって、これまで株式市場を真に支えてきた流通株主にとっても、改革を取引量増大による価格低下をもたらす不利益なだけのものではなくしたのである。

第4に、以上のようなコンセンサスが流通株主から得られたとしても、すぐに全非流通株が売却可能となれば価格低下は避けられない。そこで当局は売却が段階的に進むように、売却を制限したのである。たとえ非流通株主が流通権を得ても、売却が解禁されるのは、最初の1年間は発行済株

図5 中国株式市場取引量及び上海総合株価指数の推移（1992～2008）



出所：『中国証券期貨統計年鑑』より作成。

式の5%以下まで、2年目までは合わせて10%以下までである。そして3年が経過してはじめて全株式が売却可能となるが、それも各企業によって改革時期が異なるので一時に市場にかかる株価の押し下げ圧力はかなり低下する。もちろん実際に売却されるかどうかは、株価の動向によって非流通株主が決定することになる。

以上のような手法によって、当局は、以前の改革の失敗を繰り返さないようにしたのである。もちろんこれらの手法によって、すべてが円滑に進んだわけではない。実際、改革を進める当局からして一枚岩ではなく、実施策にもブレがみられる局面も存在した¹⁴。しかしながら、以前の失敗を糧として改革は進んでいくこととなったのである。次節では、この改革による成果を検討し、改革の問題点についても明らかにする。

5. 非流通株改革の成果と問題点

5-1) 「股權分置改革」の成果

「股權分置改革」はスムーズかつ速いテンポで進み、2007年末にはそのほとんどが終了すること

となった。しかし、前述のように改革を行った後、非流通株の売却制限は段階的に解禁されるのであり、その効果は徐々に現れることになる。特に、改革から1年が経過した頃から、1年目の5%解禁企業に2年目以降の10%までの解禁企業が重なり増加が著しくなっていく。実際、中国証券登記決算公司¹⁵発表のデータによると、改革後1年が経過した2006年中頃から売却制限が解禁された株が徐々に増加していく（以下、図4参照）。

2006年末まででは累計で101億株の売却制限が解禁されたにすぎなかったが、2007年にはペースが上昇したこともあり年末の累計解禁株数は650億株になる。2008年後半からは最も改革企業が多かった2006年から2年が経過し、2005年に改革した企業はすでに全解禁、2006年の企業も10%が解禁となるために解禁株は大きく増加した。2008年末の累計解禁株数は1,364億株となり、改革によって生じた売却制限株の内29.14%が解禁された。これらの売却解禁株の保有者構造をみると、2007年末頃までは保有比率が5%未満の小口所有者¹⁶が大部分を占めていた。しかしながら2008年以降は5%以上を保有する大口所有者の売却制限

株の解禁が大部分を占めるようになっていく。つまり非流通株問題の本丸ともいえる経営権に（つまりコーポレート・ガバナンスの問題にも）大きく関わる部分の解禁へと改革が進んできたのである。

2009年になると2006年改革の企業の売却制限株も全解禁となり、解禁株数は爆発的に増加していく。2009年末の累計解禁株数は3,260億株と前年度の2倍をはるかに上回る規模に達し、累計解禁株の割合も68.38%に達した。2009年には「股権分置改革」によって市場で取引可能となった株が新たに2,000億株近く加わったのである。では実際に、株式市場における流通株の比率はどのように変化しているであろうか。創設当時からあまり大きく変化していなかった流通株比率は、2006年の38%から翌2007年には46%、さらに2008年には51%にまで上昇している（図1参照）。もちろん株数から考えれば、この比率の上昇がこの売却制限株の市場への参加によってなされたのではないことは明らかであるが、改革以降株式市場には大きな変化が生じていたのである。この「股権分置改革」が始まって以降、市場取引は活発化し、株価は長い低迷期から脱することとなった。実際の取引についてしてみると、株式市場における取引量は大幅に上昇し、2006年には前年の6624億株から1兆6145億株と約2.4倍に、更に翌2007年には前年の2.3倍にまで増加している（図5参照）。そして本来であれば流通株が増加し、取引量が増加すれば低下圧力を受けるはずの株価も、上海株価指数の年平均が2005年の1153.55ポイントから2006年には1629.93ポイント、2007年には前年の2倍以上の4237.69ポイントへと急上昇をみせたのである。

以上のように、「股権分置改革」によって、非流通株はその目的通り順次売却制限を解かれていき、その影響もあって非流通株比率は低下している。更に、改革以降の株式市場での取引量は大きく増加し、株式市場は活況を呈している。これらは、一見すると改革を契機としている点で、その成果とはいえる。しかし、この改革に問題は存在

しないのであろうか。

5-2)「股権分置改革」の問題点

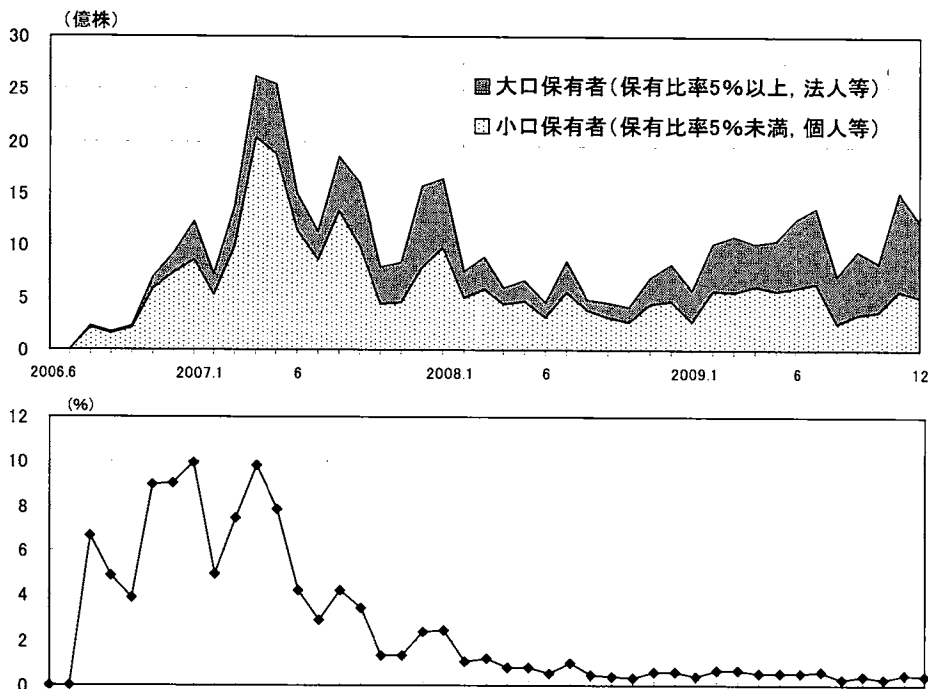
2005年からの改革は、前述のように市場のコンセンサスを得ながら、流通株主の利益や権利にまで気を配りつつ進められた制度改革であり、それまでの非流通株を順次消滅させていった。そして株式市場は活況を呈し、改革は一応成功したかに見える。しかしながら、これでもって非流通株問題が解決したのであろうか。以下では、この改革が持つ問題点を考えていく。

前述のような株式市場の拡大は、「股権分置改革」によって流通株が増加し、旧非流通株が売却され、それによって急激な取引額の増加が生じたためのようにみえる。しかしながら、前述のように解禁された株式数から考えればその影響が限定的であることは明白である。そこで第一に流通株比率の増加の原因、第二に取引量増加の原因について明らかにしよう。

第1に流通株比率の増加は何が原因だったのであろうか。前述のように、「股権分置改革」により売却可能となった株式数は、その比率を単独で引き上げるほどに多くはない。流通株比率を引き上げたのは、新たに株式公開（IPO）を果たした企業による部分が大きいと考えられる。改革により低迷していた株価は上昇気流に乗ったことにより、低迷していたIPO数が大幅に増加し、上場企業数は2007年に前年より116社増加して1550社に、2008年にはリーマン・ショックによる影響があったと考えられるものの75社増加して1625社となっている¹⁷（図2参照）。つまり、この増加した新たな上場企業の中に、国有株とは関係ない多くの民営企業が含まれており、それが流通株比率を押し上げていたと考えられるのである¹⁸。

実際、2005年の株改革後に売却制限が解禁された株式累計残高は2008年末で1364億株、それに対して2005年末から2008年末までに増加した流通株は9,664億株であった。このことからすれば、基本的に流通株比率の急激な上昇と改革との直接的関連は希薄であったと考えられる。ただ、間接的

図6 売却解禁株の売却株数及び売却比率



注1: 各証券取引口座における残高。

注2: 売却比率=当月売却株数÷当月累計解禁株数×100。

出所:『中国证券登記決算統計年鑑』より作成。

に改革を契機とした株価上昇が民間企業の資金調達を促進し、結果的に非流通株比率を引き下げたといえる。

そして第2の取引量であるが、2005年からの株価上昇の契機が「股権分置改革」、つまり流通株の改革にあったとしても、それ以降の取引量の増加が株価上昇の原因であるのか結果であるのかは、一概に判断できない。ただし、1990年代半ばから株価の上昇と取引量は一貫して同じ動きをしていることは看過できない事実である（以下、図5参照）。そして、2008年にリーマン・ショックによる株価の下落も、ほぼそのまま取引量に反映されている。この点からすれば、取引量の増加は流通株改革によって刺激されて上昇した株価に支えられた部分が多いことは明らかである。もちろん、株価の上昇は売却が可能となった非流通株の取引増加を後押ししたことも確かであろうが、それにしても取引量増加の起点は株価の上昇にあ

るとすべきである。つまり、取引量の増加・株式市場の活況は、やはり改革の結果ではなく改革がもたらした株価の上昇による部分が多いと考えるべきであろう。

では、売却可能となった株の内、どのくらいが実際に売却され市場に出たのであろうか。中国证券登記決算統計年鑑によると、2006年末頃から徐々に売却は増加していき、2006年末で累計売却株数は22億株、累計解禁株の21.83%が売却されている。しかし、各月の累積解禁株数と各月の売却株数を比較すると各月の売却割合は10%に達しておらず、積極的に売却されたとはいえない（以下、図6参照）。2007年に入ると売却株数も増加し、売却割合も10%程度に上昇する。高い売却率は2007年前半も維持されるが、後半に入ると大きく低下する。しかしながら、前半の高い売却率を反映して、年末の累計売却株数は200億株までに急増し、累計売却株の比率は30.71%にまで達し

た。ここまでの売却を所有者の面から検証すると、そのほとんどが5%以下の小口の保有者によるものであることが分かる。これは2006年から2007年の株価の高騰（図5参照）を反映し、元来あまり経営権と関連のない小口の非流通株主が積極的に売却を行ったからであろう。

翌2008年には、売却される株式数自体は2007年と比べて大きく減少していないが、解禁株数の大幅な増加によって売却割合自体は1%以下にまで低下する。これには、当然ながら2008年の株価下落によって、多くの保有者が売却を見合わせたことも大きく影響しているであろう。2008年末の累計売却株数は287億株に達するものの、それに対して累計売却株の割合は21.04%に落ち込んでいる。そして2009年になると株式市場の回復基調を背景に、売却数は再び増加する。しかし、それも解禁株数の増加からすれば微々たるもので、やはり各月の売却割合は1%以下にとどまる。2009年末の累積売却株数は413億株にまで達するが、反面累積売却株数の割合は12.67%にまで低下しており、ほとんど解禁株の売却が進んでいないことが分かる。

これら一連の売却制限解禁株の売却において特徴的であるのは、一貫して売却株の多くが小口保有者の株であるという点である。2009年には大口保有者の売却も半分を占めるようになってはいるが、2009年の解禁株のほとんどが大口保有者で占められていること（図4参照）を考慮すれば、売却株の多くが小口保有者のもので占められていることは明らかである。このことは、売却制限解禁株の売却増加の内実が、経営権を握る大口保有者の旧非流通株は温存されたまま、元来経営とは関連していない小口保有者が株価の上昇で保有株を手放しているに過ぎないことを示している。このことは、この解禁株売却による個々の企業におけるコーポレート・ガバナンスへの効果が、大きくは期待できないことを示している。

「股権分置改革」を契機として株価が上昇局面に入ったことで、上場企業の増加による流通株比率の上昇や取引量の増加が、市場構造にある程度

の影響を与えたとはいえる。そして実際に、自由な取引を解禁された株は、主に小口保有者部分が株価の上昇によって売却が進んでいるが、大口保有者の売却は低調であり、即時のコーポレート・ガバナンス改善は期待できそうもない。そして、これらの変化を支えた株価の上昇は2008年に下降に転じ、それによって取引量は低下し、解禁株の売却自体も低調である。このことからすれば、株式市場の改革による変化も継続し得るかどうか疑問である。

以上のような問題点を残しつつ、売却制限株の解禁は進み、非流通株は消滅に向かっている。この非流通株改革は本質的にどのような意義を持ち、また中国株式市場にとってどのような意義を持っていたのかを検証し、また現在進んでいる中国株式市場の歴史や今後の多様化の問題にも言及しつつ中国株式市場のあり方に関しても検討を加える。

6. 非流通株改革と市場適正化

中国当局の非流通株問題に対する手法は、1999年及び2001年の国有株放出と「股権分置改革」とでは大きく異なる。その相違点で最も重要であるのは、後者が制度改革である点である。つまり、前者は非流通株を何らかの形で市場売却することを通じて流通株に統合し、市場構造自体を変革して非流通株のもつ問題を根本的に解決しようとするものであった。それに対して、「股権分置改革」は非流通株というカテゴリーをなくそうとする制度上の改革であるといえる。

それは良く言えば、上からの強制的な国有株売却などによる改革から、非流通株の売却が可能となるような制度上改革へのソフト路線、市場コンセンサス重視路線への転換である。しかし一方で、それは前者の改革が持っていた直接的な株式市場の構造改革という側面を失ったとも捉えられる。適正な価格形成がなされる株式市場の形成も、コーポレート・ガバナンスの改善も、株式市場の保有構造の変革なしでは実現は不可能であ

る。その点からすれば、「股権分置改革」は、改革への道筋をつけたものの、多くの問題を積み残しているといわねばならない。

その構造改革に直結する売却自体は、前節の分析でも明らかなように、かなりの部分を株価の上昇に依存している。そして、経営権と関係しているであろう大口保有者の売却はいっこうに進んでいないのである。この部分が売却されない限り市場の底の浅さは解消されず、従来の大口保有者が支配的であれば、小口保有者分の放出分のみでコーポレート・ガバナンスが有効に働くかどうかは、大いに疑問が残るところである。売却解禁が最終段階に入った時期からすれば、最終的な評価は時期尚早（すべての改革が終了するのは2020年頃とされる）とはいえ、その効果を限定的とする研究もある¹⁹。非流通株問題はたとえ売却が解禁されても、実際に売却されなければ解決にはつながらない。特に、株価形成に関して言えば、売却されない場合は当然としても、それが適正な市場価格の下で売買を行う機関に購入されなければ、ただ単に非流通株・流通株の問題が、固定（安定）株・浮動株の問題として名を変えて残存することになる²⁰。

個人投資家や機関投資家は、主に株式市場でもって流通株の売買に参加できるが、中国の場合その目的はキャピタルゲインの獲得にある。価格変動によって得られる利益からすれば、配当からの利益は小さく利潤証券としての保有も大きいとは言えず、流通株の多くは投機証券としての性格が強いと考えられる。当然ながら、このことは中国の株式市場における株価形成も影響するのであり、中国の株式市場は基本的に投機的市場としての性格を強く持つことになる。そして、前述のようにそれを変えるための改革すら株価の推移に大きく依存することとなるのである。

中国の株式市場は新興市場としての発展と計画経済から市場経済への体制転換という二重の性格を帯びている。公有制の支配的地位の堅持というイデオロギーの要請から非流通株と流通株が併存する制度が設計され、株式市場の分断構造を生み

出した。この体制が温存された理由は①国有資産管理体制の不備、②株式市場における需給関係への配慮、③国有企業の経営支援があげられる。とはいえ、これらが改善を求められている現在、その背後にある投機性の高い株式市場構造も改革されるべきであろう。

中国市場の投機性の問題を考える上で、看過できないのが深圳市場創設初期におけるいわゆる「8・10」事件である。深圳証券取引所の成立後、市場規模拡大が順調に進んでいた1992年に、深圳特区は額面総額5億円の株式発行を計画した。発行方法に関しては、海外を参考にしつつアンケート等も行い、抽選方式がとられることとなった。方法は1枚100元の新株購入抽選申請表を500万枚発行し、当選率は10%、当たれば1枚あたり1,000株の購入を可能とするものであった。購入のためには身分証が必要であったが、全国から深圳に身分証が送られ、販売前から窓口には長蛇の列ができた。そして、販売開始日の8月9日には行列は100万人以上にも達していたが、不正な事前売買や内部関係者による横流しもあり、夜9時にはすべての新株購入抽選申請表は売り切れとなった。抽選申請表を手に入れることができなかった人々の怒りは、負傷者が出る暴動にまで発展することとなったのである²¹。この事件は、初期当局のミスによる事件ではあるが、中国株式市場の根本的な問題を示唆的に含んでいると考えられる。それは、まず大々的な公募であったにも関わらず大量の不正行為が横行したこと、応募者のほとんどが投機目的の購入であることが明白であるにも関わらず、当局は必要な対策を事前に行わなかったこと、そして公開株式購入が、結果的にパニックを引き起こし暴動にまで至ったことである。不正行為の横行は、まだ地方政府の管理下にあったこの事件の発生当時から、証監会（この事件を契機として国务院証券委員会と主に1992に発足、1998年には国务院証券委員会を統合）に管理が集中された現在においても、続いている。証券法の成立、改正、その他の関連諸法も整備されてきたが、いまだ十分といえない。それ

は、当時も今もまず資金を市場に集中させることが優先されるという基本的な姿勢が変わっていないからであろう。

非流通株改革は終了し、非流通株問題は消滅を待つばかりであるとの意見もある。しかしながら、非流通株問題はなくなってもその本質である株式市場の構造問題は、市場の投機性やまた国家機関を含む大株主による企業支配とコーポレート・ガバナンスの問題として、直接的には固定株と浮動株問題として名を変えて残留する。2008年以降、株価の下落を警戒しつつ改革を進めざるを得ず、非流通株改革が真の株式市場の構造改革へとつながっていくことは困難であると考えざるを得ない。中国株式市場の構造改革は、非流通株改革をもって端緒についたと考えるべきであろう。

おわりに

『中国資本市場発展報告』は、「中国資本市場発展の戦略的措置（2008-2020）」として、多層的な株式市場の構築の推進（多面的な投資需要に応える）や資本市場の段階的対外開放と国際的競争力の構築などをあげている²²。この多層的な株式市場構築の一端として、2009年3月には深圳株式市場に新たに創業者市場（創業板）を従来のメインボード、中小企業市場に加えて創設した。2009年10月に28社で開業したこの市場は、2010年8月初めには上場企業が100社に達したとされる。この市場には上位市場（メインボードや中小企業市場）と上場基準等に差異がないこと、上場廃止基準の整備等の問題も指摘されているが、今後は更に海外企業による人民元調達市場となる国際市場（国際板）創設構想もでてきている。とはいえ、これらの背後にはいつでも株価の動向がある。

2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻、いわゆるリーマン・ショックによって世界的な金融危機が発生し、世界経済は不況に陥ることとなった。それ以前から上海市場は下落傾向にあり、実際のところ上海市場の株価指数はリーマン・ショック後において上昇局面すら見られ、全体的

に見て大きく下落しているとは言い難い状況にあった。もちろん、リーマン・ショックは、現実経済において沿岸部の輸出産業を中心として中国経済に即時に大きな影響を与えているし、それ以前からアメリカ経済不振の影響を受け始めていたことが、株価低下の原因の一つではあった。それゆえ、中国政府は最も早く最も積極的な経済対策を打ち出したし、その実体経済は世界の工場と呼ばれるにふさわしい各国経済との強いつながりをもっている。しかしながら中国株式市場は、前述のようにこのような実体経済に対して連動性が低く、また他の主要株式市場とも、たとえA株市場が直接投資可能な一部の海外投資主体（QFII）を通じてしかつながってはいないとはいえ、乖離した動きを示していた。

このような中国株式市場の展開は、結局のところその投機性の高さに由来するものと思われる。経済全体の成長、ファンダメンタルズではなく、単なる需給関係に左右される株式市場は、前述のような経済成長を安定的に支える役割を果たすに足るものではなく、それ故に改革を迫られている。そして更に、投機的市場の適正化を超えて、グローバル化する金融経済に対応するための改革も求められている。

『中国資本市場発展報告』の「中国資本市場の将来の展望（2020）」²³では、10年後の展望として、法制度及び監督体制がほぼ完全なものなり、資本市場がより開かれた公平かつ公正な市場となることをあげている。そして、これに加えて多層的市場の実現、証券会社等のサービスの充実が、調和のとれた社会発展、いわゆる「和諧社会」の建設に重要な力となるとしている。資本市場の中心たる株式市場もまた一応この方向性の下に発展を目指すことになるであろう。

しかし、社会主義国として最低限の公有制を維持しつつこのような要求に応えていくことの困難は明白である。非流通株改革においても、市場と公有制との狭間で妥協せざるを得ないことが、株価に直接的に影響する市場構造改革を後回しにする理由となったのであろう。そして当局は、株価

の投機的な動きに翻弄されながら、今後も株式市場改革を進めて行かざるを得ない。実際のところ流通株改革に関しても2009年以降、非流通株売却に対する課税など当局による株価の安定化を目的としているだろう解禁株売却抑制の動きがある。中国株式市場が先進国と同じレベルの市場環境を整備するには、更なる様々な改革が必要とされ、非流通株改革の進展もそれと深く関わることになるが、それらに関する更なる追究は今後の課題としたい。

- 1 本研究は科研費（20402024）の助成を受けたものである。
- 2 中国証券監督管理委員会『中国資本市場発展報告』、50-54頁。
- 3 非流通株には国内投資家対象のA株ともに国外投資家対象のB株も存在するが、2005年の改革ではB株は別の管理弁法を設けるとされている（小林和子「中国市場 — 非流通株解消の進展」63ページ）。
- 4 非流通株には他に上場後に国有機関等が株主割り当て増資に応じられず、新株引き受け権を譲渡したことで形成された「転配株」がある。
- 5 中国株式市場の機能として、資金調達、企業改革、国民金融資産の形成・運用、資産流動化、企業監視の5つが指摘される（王東明「中国株式市場の機能について」を参照）。
- 6 1992年「株式制企業実験弁法」・「株式有限公司規範意見」、1993年「株式発行と取引管理暫定条例」、1994年株式制実験企業国有株式管理暫定弁法」など、詳しくは、黄孝春「中国の株式市場における「非流通株」問題の形成」、41-43ページ参照。
- 7 黄、前掲論文、44ページ参照。
- 8 法人株に関しては、1992年から一部が国債等の取引が行われるシステム（STAQS及びNET）で取引されることとなったが、取引所との関係等から翌年には厳しい制限が課されて自然消滅に向かったとされる（黄、前掲論文、52ページ参照）。
- 9 中国株式（A株）市場の平均PERは30-40倍程度で推移し、最も高かった2007年平均で上海市場59.24倍、深圳市場72.11倍である。東証一部平均が2000年代前半60-100倍程度、2004年から20-30程度で推移しており、成長力を考慮すれば中国の株価が割高であるとは言えないと考えられる。
- 10 田中信行「中国株の急落と株式会社の改革」、2ページを参照。
- 11 非流通株の売却による資金が、国家社会保障制度を充実させることは、中国の社会体制の維持の

方向性において重要な意義を持つと考えられる。

- 12 応募案に関する詳しい分析に関しては、徐涛「中国上場企業の国有株放出と「株権分断改革」～政策論争の展開～」、35-41ページを参照。
- 13 非流通株主の利益還元方法に関しては、神宮健・李粹蓉「終盤に入った中国非流通株改革」、34-37ページを参照。
- 14 田中信行、前掲論文、5-7ページ参照。
- 15 証券の統一的・効率的な精算・決済のために2001年に上海・深圳証券取引所の出資で設立された。
- 16 非流通株の所有者別の呼び方では「小非」と呼ばれ、5%以上を所有する大口の非流通株保有者は「大非」と呼ばれる。
- 17 リーマン・ショック等の影響による株価の下落から2008年9月以降の新規IPOは停止されていたが、これは2009年6月に再開された。
- 18 田中信行、前掲論文、11-12ページ参照。
- 19 徐涛「非流通株解消」とコーポレート・ガバナンスの変化」を参照。
- 20 非流通株の問題におけるコーポレート・ガバナンスの改善と投機的取引の問題を、先進国と同じように支配証券と投機証券（利潤証券）の対立としてみる見方もある（黄、前掲論文、37-38ページ参照）。
- 21 当局は最終的に50万枚の申請表を増発することで混乱を収めようとした。
- 22 中国証券監督管理委員会、前掲書、131-139頁。
- 23 中国証券監督管理委員会、前掲書、140-145頁。

参考文献

- 中華人民共和国国家統計局編『中国統計年鑑』。
中華人民共和国国家統計局『中国統計摘要』。
中国証券登記決算公司『中国証券登記決算統計年鑑』。
中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』。
中国証券監督管理委員会『中国資本市場発展報告』
中国金融出版社、2008年（訳：大和総研／大和総研（上海）諮詢有限公司『中国資本市場の発展—2020年への挑戦—』中央経済社、2009年）。
馬慶泉編『中国証券史：1978-1998』中信出版社、2003年。
耿志民『中国証券市場制度研究』中国金融出版社、2007年。
徐涛「中国上場企業の国有株放出と「株権分断改革」～政策論争の展開～」『北海学園大学経済論集』第55巻第3号、2007年。
—「非流通株解消」とコーポレート・ガバナンスの変化」『北海学園大学経済論集』第57巻第4号、2010年。
川合一郎『川合一郎著作集 第3巻 株式価格形成の

理論』有斐閣, 1981年。

小林和子「中国市場 — 非流通株解消の進展」『証券レビュー』46(9), 2006年。

黄孝春「中国の株式市場における「非流通株」問題の形成」『アジア経済』47(2), 2006年。

中屋信彦「中国における国有企業の株式会社化と資金調達システムの変革—鉄鋼業における改組事例をもとにして」『中国研究月報』第55巻第9号, 2001年。

——「中国における国有企業の株式会社化と資本結合—資金調達と国有資本支配の構造」『現代中国』76号, 2002年。

——「中国における国有企業の株式会社化と国有資本支配—王京浜氏の批判に答える (小特集 株式会社制度の現段階)」『中国研究月報』56巻10号, 2002年。

野村資本市場研究所 (2007)『中国証券市場大全』日本経済新聞社, 2007年。

王東明「中国深圳のA株市場 (中) — 「8・10事件」(股市風波)と発展時期を中心に—」『証券レポート』1567号, 日本証券経済研究所, 1999年。

——「中国株式市場の機能について」『証券レポート』1612号, 日本証券経済研究所, 2002年。

——「中国の個人投資家」『証券レポート』1607号, 日本証券経済研究所, 2002年。

——「中国株式市場の問題点について」『証券レポート』1616号, 日本証券経済研究所, 2003年。

孫田夫「中国株式創業市場設立について」『月刊 資本市場』287号, 21~28ページ, 2009年7月。

田中信行「中国株の急落と株式会社の改革」『中国研究月報』第63巻第3号, 2009年。

神宮健・李粹蓉「終盤に入った中国非流通株改革」『季刊中国資本市場研究』2007 spring, 2007年。

中国証券監督管理委員会

<http://www.cssrc.gov.cn/pub/newsite/>

中国人民銀行

<http://www.pbc.gov.cn/>

上海証券取引所

<http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/home.html>

深圳証券取引所

<http://www.szse.cn/>

中国証券登記決算有限責任公司

<http://www.chinaclear.cn/>